

我が国におけるトラディショナル型サーチファンドによる事業承継の展望

企業法務ニューズレター

2025 年 1 月 27 日号

執筆者:

山本 晃久a.yamamoto@nishimura.com宮澤 哲t.miyazawa@nishimura.com

1. サーチファンドとは

(1) 概要

サーチファンドとは、経営者を目指す個人（サーチャー）が、投資家から出資を受けるとともに、承継対象となる企業を自ら探索して経営権を取得し、中長期的に企業価値を向上させることにより、投資家にリターンを提供するという、事業承継ファンドの一形態である¹。

米国で誕生し、発展したこのサーチファンドというモデルは、その後ヨーロッパでも普及し、我が国でも近年その組成が進みつつある。例えば、2019 年の YMFG Search ファンド投資事業有限責任組合の組成を皮切りに、2021 年には独立行政法人中小企業基盤整備機構による支援が開始され、翌年には同機構から 2 つのファンドに対する出資決定が行われるなど、中小企業を中心に事業承継に課題を抱える我が国において、徐々に注目を集めている状況にある。また 2024 年 6 月に閣議決定された「[新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024 年改訂版](#)」において、サーチファンドの育成に積極的に取り組むことが掲げられていることも注目に値する。

(2) トラディショナル型とアクセラレーター型

我が国においてこれまで組成されたサーチファンドは、①トラディショナル型及び②アクセラレーター型と呼ばれる 2 つの形式に大別される。①トラディショナル型とは、サーチャーが自らファンド組成・運用（下記に述べる買収時の追加募集を含む。）を行うものであり、欧米で形成された伝統的なサーチファンド・プラクティスの流れを汲むものである。また、②アクセラレーター型とは、ファンドの組成・運用をアクセラレーター（投資家）が行い、サーチャーはもっぱら買収対象企業の探索・買収・経営に注力する。

これら 2 つの形式の違いは、ファンドのオーナーシップを誰が持つか、という点に帰着する。すなわち、トラディショナル型のサーチファンドにおいては、サーチャーがファンドで最大の持分を保有することが想定されており、サーチャーのオーナーシップが発揮されやすい。これに対して、アクセラレーター型のサーチファンドでは、あくまでアクセラレーター（及びその背後の投資家）がファンドのオーナーシップを持つことになるが、その結果として、サーチャーが対峙すべき投資家の数が少なくなり、かつ、一連の活動にあたってアクセラレーターからの支援が受けられるというメリットがある。

いずれの形式であっても、アクセラレーター又は投資家は、サーチャーという個人に着目して投資するという点で、サーチファンドに共通する特徴を持つ。この「個人に着目する」という点が、その他の事業承継のための手法とは大きく異なる点であり、サーチファンドの最大の特徴である。

¹ いわゆるスタートアップとの対比で、Entrepreneurship through Acquisition とも呼ばれる。

(3) 本稿の目的

上記(1)で述べたように、我が国におけるサーチファンドはその黎明期にある。現状、我が国においてはアクセラレーター型のサーチファンドの組成が主流であるように思われるが、本稿では、当職らが組成に関与したトラディショナル型のサーチファンドの経験²を踏まえ、その概要を説明するとともに、今後サーチファンド（特にトラディショナル型）が我が国で普及するにあたり、現時点での課題・期待に焦点を当てることを目的とする。

2. トラディショナル型サーチファンドの一生

トラディショナル型サーチファンドは、①ファンド組成、②サーチ活動（買収対象企業の探索）、③買収及び追加募集、④買収対象企業の経営（バリューアップ）、そして⑤エグジットというプロセスを経る。典型的には、①に 3-6 ヶ月程度、②及び③に 12-24 ヶ月程度、④に 4-7 年程度、⑤に 6 ヶ月程度の期間を要することが多い³。

また、①当初のファンド組成においては、サーチ活動期間に対応するサーチャーの報酬及び活動費用を考慮した金額が、また、③買収にあたっての追加募集では、当該買収に必要なエクイティ出資の金額が調達され、現状では前者は 5,000-6,000 万円程度、後者は買収にあたって外部借入れが活用されることを前提として、1.5-3 億円程度である⁴。

3. トラディショナル型サーチファンドの当事者

(1) サーチャー

冒頭に記載したとおり、サーチファンドは経営者を目指す個人が起点となって組成されるものであり、これまでに多くのサーチャーを輩出した IESE Business School の調査⁵によれば、グローバルにはその約 7 割が MBA 出身者であるとされる。また、サーチャーの経歴としては、コンサルティング・ファームや投資銀行、プライベート・エクイティの出身者が多いようであるが、一般企業の管理職も一定の割合を占め、とりわけ我が国においては、保険会社や総合商社の出身者も見受けられるところであり、幅広い層が潜在的な候補者になり得るものと思われる。

(2) 投資家

上記 1.(2)で述べたように、投資家にとってサーチファンドはサーチャー個人に着目して投資する商品であり、一般的な金融商品とはその性質を大きく異にする。投資単位は数百万円程度であることが多いものと思われる（従ってサーチファンド 1 つあたりの投資家数としては、10 者から 20 者程度が想定される）が、エグジットまでは 5 年乃至 10 年程度と長い期間を要することが想定され、その期間の流動性も低いという

² 直近で当職らは、ジャパン・リレー・パートナーズによるトラディショナル型サーチファンドの国内組成にリーガルアドバイスをを行っている。

³ 各プロセスの詳細については、山本晃久「[意欲・能力ある個人への投資「サーチファンド」モデルを事業承継に利用する](#)」法と経済のジャーナル 西村あさひのリーガル・アウトLOOK（2022 年 3 月 2 日掲載）を参照されたい。

⁴ 当初出資を行った投資家には買収段階でのエグジットの権利が認められることが多く、かかるエグジットは新規の資金調達により賄われるため、実際の必要調達額はこれよりも大きいことになる。

⁵ Ann-Sophie Kowalewski et al. “[International Search Funds–2024 Selected observations](#)” IESE (2024)

特徴を持つ。

実際に、現状の投資家層は、アクセラレーター型のファンド運用を行う会社や、いわゆる富裕層の個人又はサーチャーと特別な関係を有する者が多く、サーチファンドに精通しているか、幅広いポートフォリオの一環として行われるなど、この投資商品の特性を踏まえた投資家であることが求められている⁶。サーチャーによる投資家の募集にあたっては、投資家の適格性を十分に見極めることが重要になるものと思われる。

(3) 買収対象企業・売主

買収対象企業はその発行済み株式の全部を取得可能であることが前提となるが、他方で、対象となる業界分野には特段の制限がない。また、売主は多くの場合、買収対象企業の経営者でもあり、買収後も一定期間にわたり買収対象企業の経営に関与することが想定される。サーチャーにとっては、買収の前後にわたり、売主はもちろん、買収対象企業のそれ以外のキーマンとの関係構築が重要になるものと思われる。

なお、サーチャーによる買収にあたっては、下記(4)のとおり外部金融機関からの借入れを行うことが一般的であるが、サーチファンド・プラクティスの普及している欧米では、いわゆるセラー・ファイナンスが活用されることもある。セラー・ファイナンスは買収対価の割賦払いとしての性質を有するところ、今後我が国においてこれが用いられるにあたっては、貸主（＝売主）が債権管理の専門家ではないこと等を踏まえた検討が必要になるであろう。

(4) レンダー

サーチャーによる買収にあたっては、一般に M&A ファイナンス（LBO ローン）の手法が用いられる。もっとも、現状で買収の対象となり得る企業の想定規模からすると、比較的融資金額の小さい取組みとなる。

他方で、上記(2)に述べたようにエクイティ投資家が小口かつ分散していることが特徴の一つであるサーチファンドにおいては、買収後のモニタリングにあたりレンダーに期待される役割は大きいものと思われる。

(5) 専門家

サーチファンドはあくまで個人がファンド運用者となる以上、その買収規模・ガバナンス体制等には自ずと限界があるが、そこで行われる取引は、一般的なプライベート・エクイティファンドのそれと大きく異なるものではない。

そうすると、会計・税務・法務の専門家の関与が必須であるが、サーチファンドに関与する専門家においては、その規模等の特殊性にも鑑みて、機動的な対応が期待されることである。また、サーチファンドの特性に応じたドキュメンテーション・交渉のサポートが必要となること、海外投資家が相応に含まれる場合が多いことを踏まえると、欧米におけるプラクティスにも精通していることが望ましい。

なお、我が国においては、サーチャーによる買収対象企業の探索にあたり、いわゆる M&A 仲介業者が活用されることが多い。M&A 仲介業者については、2024 年 8 月に中小企業庁が[中小 M&A ガイドライン](#)を改定したところであり、これに先立って自主規制機関である一般社団法人 M&A 支援機関協会が[自主規制ルール](#)を策定するなど、今後の動向が注目される。

⁶ 海外ではサーチファンドに投資を行うファンドがあり、我が国のサーチファンドにもそのようなファンドからの出資の例がある。

4. 我が国におけるサーチファンドの今後の普及に向けて

以上に見てきたように、サーチファンドは我が国においてそのエコシステムが形成されるに至っていない状況であり、とりわけサーチャーと他のサーチファンドの当事者との結びつきに課題があると考えられている。この点については、地方銀行や信用金庫・信用組合といった中小企業を支える金融機関や、各地の商工会議所との連携拡大が期待される。

また、少なくとも我が国のサーチファンドにおいては、エグジット手法が定まっているものではなく、上記 3.(4)に述べたモニタリングの問題など、法的にもプラクティスが確立されていない。サーチファンドが我が国における事業承継問題の一つの解決策となるためには、実例の蓄積を通じて、ベストプラクティスが確立していくことが肝要であろう。

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜に合ったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は [N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#) よりお手続きをお願いいたします。

また、バックナンバーは[こちら](#)に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイスを目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切なアドバイスを求めていただく必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ 広報課 newsletter@nishimura.com